



小公司大行业，业绩增长步入快车道

近1年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	192
实际流通 A 股（百万股）	48
实际流通 A 股市值（亿元）	40.23

研 究 员：任 睿

电 话：025-83367888-3205

邮 箱：rren@njzq.com.cn

研 究 员：尹 建 辉

投资咨询证书号：S0620207050048

● 内容提要

公司评级： 推荐

- **销售结构优化，市政园林占比逐步提高。**在公司营业收入占比中，主要以地产园林为主，市政园林销售收入目前占比10%左右，根据公司产品规划，力争在未来2年将市政园林的比例提高至30%。市政园林的毛利率通常高于地产园林。地产园林综合毛利27.8%，单工程毛利23.5%，设计毛利高于工程毛利，市政园林的毛利30%-35%，明显高于地产园林毛利，随着市政园林占比逐步提高，将有利于公司毛利率的提高。
- **人员结构优化，为快速扩张打下基础。**项目经理到10月份已经有150个人。一级项目经理现在50人，每个一级项目经理产能可以达到5000万，随着业务的扩大未来有望产能到达1个亿。三级项目经理是备用人才，产能1000万以内，二级项目经理产能3000万左右。从目前储备的人员看，能够支撑公司50亿元以上的营业收入，我们认为人员的优化和储备为公司的快速扩张打下了基础。
- **市场集中度低，公司市场占有率逐步提高，行业增速较高，公司步入快速增长通道。**至1999年全国建成区园林绿化覆盖面积已增至593,698公顷，这一数字是1990年的2.4倍，进入2000年以后依然增长迅速。2000年-2007年主要城市固定资产投资平均年增长19.67%，绿化覆盖面积平均年增长9.76%，到2007年底，绿化率达到35.3%。2001年至2008年全国城市绿化固定资产投资从163.2亿元增加至649.9亿元，年均增速22%。城市绿化的快速增长，使得市政园林的市场容量增长迅速。同时房地产开发投资也在10年间迅速增长，房地产开发投资总额从2001年的6245.5亿元上升至36231.71亿元，其中商品住宅投

资占70%左右。随着人们生活水平的提高，对地产园林的要求也在提高，园林的升级也将提升公司的毛利率水平。小公司大行业在园林行业得到充分体现，公司步入快速增长通道。

- **订单饱满，区域开发大步向前。**公司上市以后获得了资金支持，资金瓶颈打破后，获得了快速发展。今年重点区域有山东、安徽、海南、北京、成都、重庆、上海等市场。山东市场和安徽市场的布局已经初见成效。
- **高成长享受估值溢价。**公司今年开始步入高速成长期，预计全年营业收入同比增长69%，2011年营业收入增长75%，2012年增长72%，净利润2010年和2011年有100%的增长，2012年有78%的增长，对于高成长的公司我们给予一定的估值溢价。以11月10日收盘价85.29元计算，对应2010年、2011年和2012年的PE分别为91.7倍、45.36倍和25.45倍，从短期看估值并没有优势，考虑到公司的成长性和业绩增长，中长期给予推荐评级。

正文目录

一、销售结构优化，市政园林占比逐步提高.....	- 2 -
二、人员结构优化，为快速扩张打下基础.....	- 3 -
三、市场集中度低，公司市场占有率逐步提高.....	- 4 -
四、行业增速较高，公司步入快速增长通道.....	- 5 -
五、订单饱满，区域开发大步向前.....	- 7 -
六、高成长享受估值溢价.....	- 8 -

图表目录

图表 1 过去三年分项毛利率.....	- 2 -
图表 2 2010 年分产品和行业毛利率.....	- 2 -
图表 3 分地区工程毛利率.....	- 3 -
图表 4 人员构成.....	- 3 -
图表 5 棕榈园林股权结构.....	- 3 -
图表 6 全国花卉苗木企业格局.....	- 5 -
图表 7 过去 3 年分项收入.....	- 5 -
图表 8 城市绿化面积同比增速.....	- 5 -
图表 9 城市绿化固定资产投资.....	- 6 -
图表 10 房地产开发投资.....	- 6 -
图表 11 分地区营业收入同比增长.....	- 7 -
图表 12 超募资金苗木基地建设.....	- 8 -
图表 13 投资进度.....	- 8 -
图表 14 利润表.....	- 8 -

一、销售结构优化，市政园林占比逐步提高

公司是地产和市政园林的龙头企业，具备城市园林绿化一级资质和风景园林设计甲级资质，在获利能力和跨区域经营能力上位居行业前列。依据住建部公示信息，截至 2009 年 12 月，具备城市园林绿化一级资质企业共有 250 家，同时拥有风景园林设计专项甲级资质和城市园林绿化一级资质的企业（包括下属企业具有的资质）共 15 家。

在公司营业收入占比中，主要以地产园林为主，市政园林销售收入目前占比 10% 左右，根据公司规划，力争在未来 2 年将市政园林的比例提高至 30%。市政园林的毛利率通常高于地产园林。地产园林综合毛利 27.8%，单工程毛利 23.5%，设计毛利高于工程毛利，市政园林的毛利 30%-35%，明显高于地产园林毛利，随着市政园林占比逐步提高，将有利于公司毛利率的提高。公司过去三年的毛利率呈现逐步上升的态势，2010 年上半年有进一步的提高。

图表 1 过去三年分项毛利率

项 目	2007 年度	2008 年度	2009 年度
苗木销售业务毛利率	22.30%	36.54%	43.02%
工程施工业务毛利率	20.36%	21.12%	21.97%
设计业务毛利率	68.96%	68.46%	69.05%
主营业务毛利率	24.15%	26.10%	26.62%
其他业务毛利率	0.00%	36.29%	19.27%
综合毛利率	24.15%	26.13%	26.61%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

图表 2 2010 年分产品和行业毛利率

2010 年上半年 单位：万元

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率
工程收入	49,049.02	37,393.50	23.76%	80.26%	75.93%	1.87%
设计收入	4,136.20	1,246.29	69.87%	49.57%	48.07%	0.31%
苗木销售收入	368.3	199.59	45.81%	-36.35%	-32.27%	-3.27%
合计	53,553.52	38,839.38	27.48%	75.27%	73.46%	0.76%
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率
园林施工	49,049.02	37,393.50	23.76%	80.26%	75.93%	1.87%
园林景观设计	4,136.20	1,246.29	69.87%	49.57%	48.07%	0.31%
苗木销售	368.3	199.59	45.81%	-36.35%	-32.27%	-3.27%
合计	53,553.52	38,839.38	27.48%	75.27%	73.46%	0.76%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

分区域看，华南地区由于竞争激烈，毛利率在各区域中最低，华东地区毛利率最高。

图表 3 分地区工程毛利率

工程毛利率

区域	2007A	2008A	2009A
华南	18.04%	19.53%	19.69%
华中	17.27%	19.53%	19.80%
华东	22.13%	22.66%	23.58%
西南	18.30%	19.91%	21.71%
华北	19.85%	19.95%	23.40%
工程业务综合毛利率	20.36%	21.12%	21.97%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

二、人员结构优化，为快速扩张打下基础

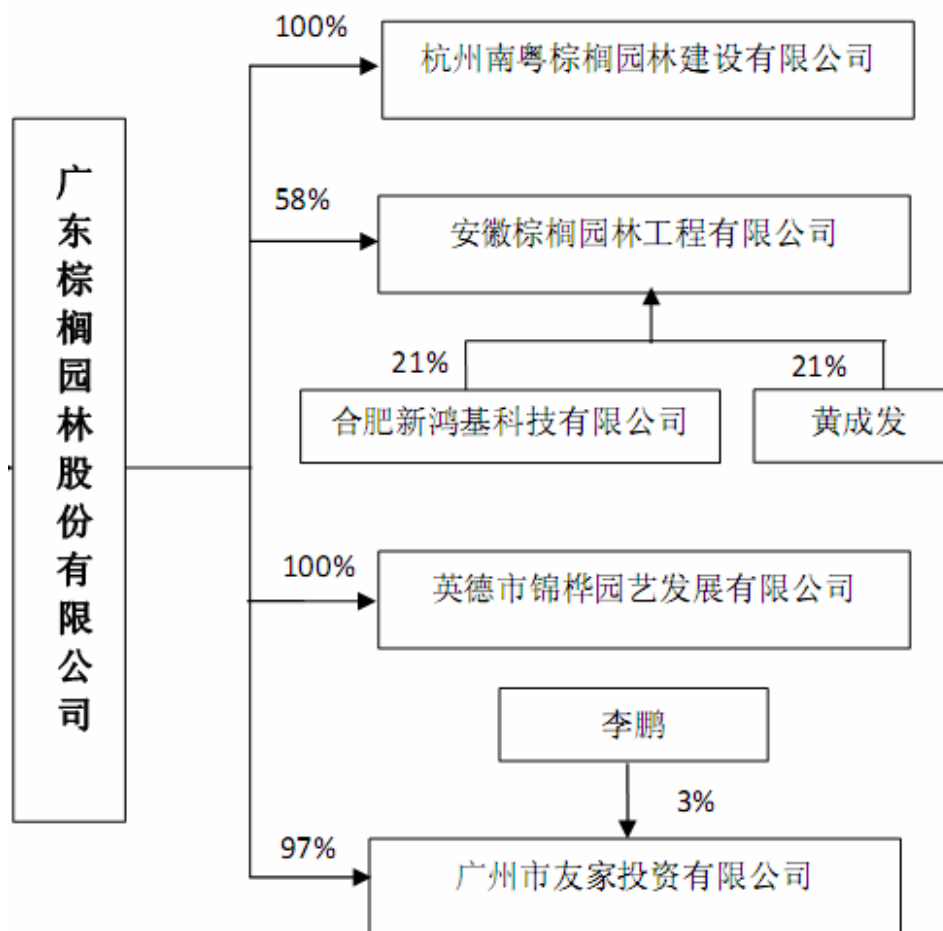
公司成立了棕榈学院，培养的都是管理人员和技术人员，在工地上的都是班组，从外面租赁而来，管理人员和项目经理是公司自有员工，每个项目都有直接的项目经理。项目经理到 10 月份已经有 150 个人。一级项目经理现在 50 人，每个一级项目经理产能可以达到 5000 万，随着业务的扩大未来有望产能到达 1 个亿。三级项目经理是备用人才，产能 1000 万以内，二级项目经理产能 3000 万左右。从目前储备的人员看，能够支撑公司 50 亿元以上的营业收入，我们认为人员的优化和储备为公司的快速扩张打下了基础。公司正在尝试部分人员的薪酬改革，设计师是年薪加奖金，项目经理是固定的加上项目奖金，考察毛利率和回款率等，通过改革将提高员工的积极性，有利于款项的收回和毛利率的提升。

图表 4 人员构成

类别	人数（人）	占员工总数比例
管理人员	64	11.43%
工程人员	204	36.43%
设计人员	168	30%
苗木人员	62	11.07%
财务人员	34	6.07%
行政人员	28	5%
合计	560	100%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

图表 5 棕榈园林股权结构



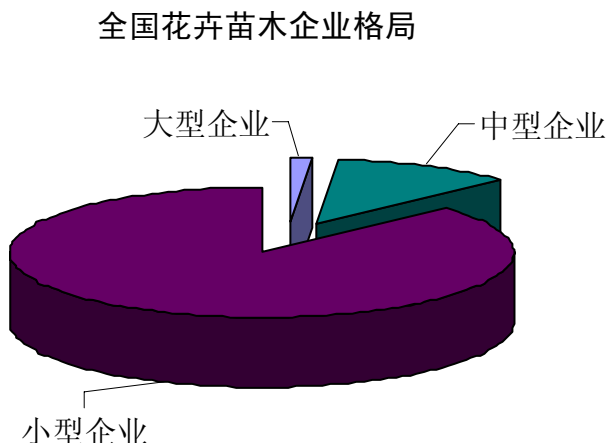
资料来源：招股说明书、南京证券研究所

三、市场集中度低，公司市场占有率逐步提高

目前我国园林企业总量已超过 16,000 家，但是具备较强综合实力的企业占比很小，根据《2007 年六家联合园林行业调查报告》调查显示，144 家城市园林绿化一级资质企业中的 102 家参与了调查，这 102 家公司资产规模总计达到 92.17 亿元，平均每家企业资产规模 9,036 万元，其中资产总额超过 2 亿元的企业仅有 6 家，其资产合计占 102 家企业资产总和的比例为 15.74%；102 家企业营业收入合计 109.38 亿元，平均每家营业收入 1.07 亿元，其中营业收入超过 3 亿元的共有 5 家，5 家企业营业收入总和 19.7 亿元，占 102 家企业营业收入总和的比例为 18.01%。预计房地产的市场容量 800-1000 亿元，市政园林有 1000-1500 个亿，每年增速超过 20%。公司的营业收入 2010 年开始进入加速增长，增长明显快于行业增长，市场占有率逐步提高。1-9 月份营业收入较上年同期增长 66.82%，归属于母公司的净利润较上年同期增长 115.43%，毛利率明显提升。公司目前的销售收入相对于

地产和市政园林市场容量而言还很低，预计公司的营业收入增长瓶颈在 50-70 亿元，而达到 70 亿元的营业收入还有较大增长空间。

图表 6 全国花卉苗木企业格局



资料来源：南京证券研究所

图表 7 过去 3 年分项收入

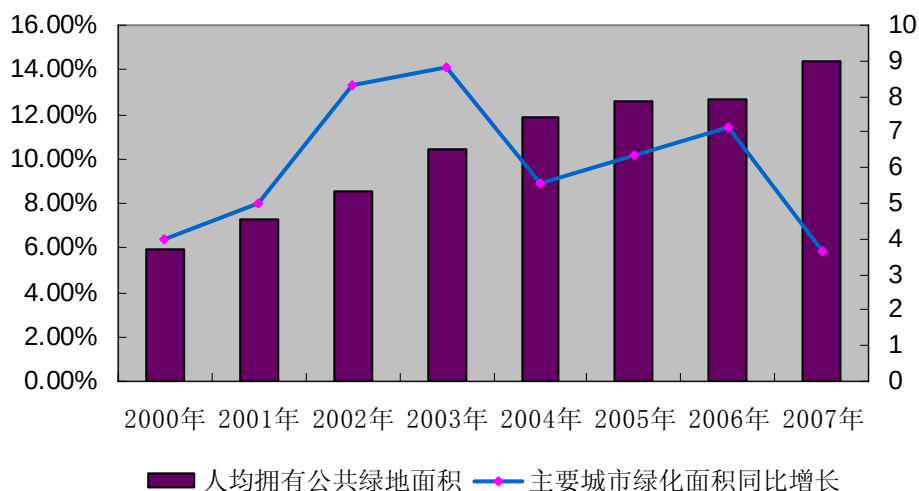
收入项目	2007 年		2008 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程施工	35,901.86	91.66%	42,444.51	87.37%	58,565.69	88.80%
园林设计	3,046.38	7.78%	4,661.94	9.60%	5,891.90	8.93%
苗木销售	219.46	0.56%	1,324.95	2.73%	1,381.34	2.10%
其他业务收入	-	-	148.3	0.30%	110.4	0.17%
合计	39,167.70	100.00%	48,579.70	100.00%	65,949.33	100%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

四、行业增速较高，公司步入快速增长通道

城市绿化覆盖率平均以每年 1% 速度增长，至 1999 年全国建成区园林绿化覆盖面积已增至 593,698 公顷，这一数字是 1990 年的 2.4 倍，进入 2000 年以后依然增长迅速。2000 年-2007 年主要城市固定资产投资平均年增长 19.67%，绿化覆盖面积平均年增长 9.76%，到 2007 年底，绿化率达到 35.3%。

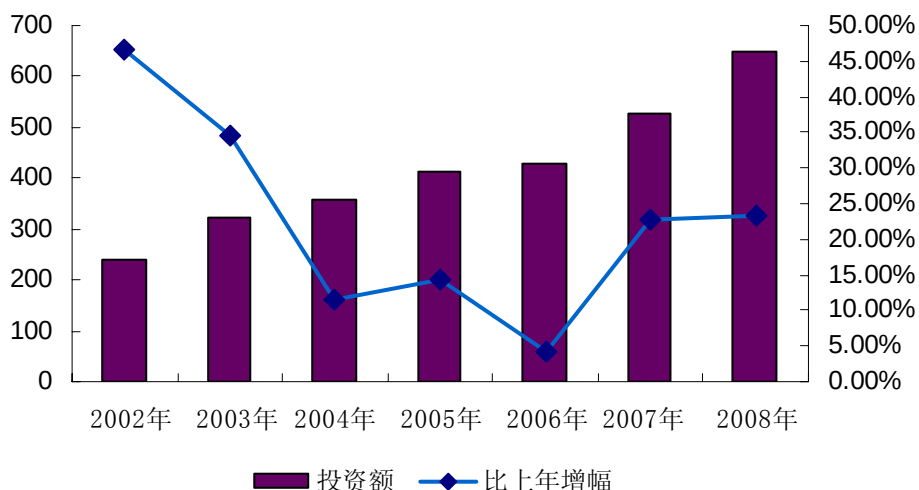
图表 8 城市绿化面积同比增速



资料来源：南京证券研究所

2001年至2008年全国城市绿化固定资产投资从163.2亿元增加至649.9亿元，年均增速22%。城市绿化的快速增长，使得市政园林的市场容量增长迅速。同时房地产开发投资也在10年间迅速增长，房地产开发投资总额从2001年的6245.5亿元上升至36231.71亿元，其中商品住宅投资占70%左右。随着人们生活水平的提高，对地产园林的要求也在提高，园林的升级也将提升公司的毛利率水平。小公司大行业在园林行业得到充分体现，公司步入快速增长通道。地产调控对公司的影响有限，这是由公司的行业特性所决定，园林行业的公司集中度低，市政园林容量大，可以抵消部分地产调控带来的影响。

图表 9 城市绿化固定资产投资



资料来源：南京证券研究所

图表 10 房地产开发投资

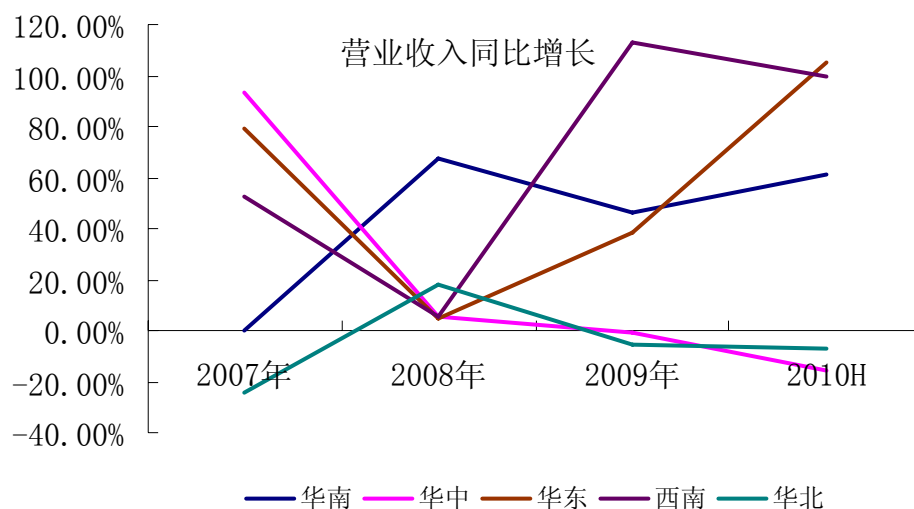
单位：亿元	房地产开发 投资总额	增长率	商品住宅投 资额	增长率	商品住宅 投资额占 比
2001 年	6,245.50	-	4,278.75	-	68.51%
2002 年	7,736.40	23.87%	5,267.35	23.10%	68.09%
2003 年	10,106.20	30.63%	6,782.41	28.76%	67.11%
2004 年	13,158.30	30.20%	8,836.95	30.29%	67.16%
2005 年	15,759.30	19.77%	10,768.20	21.85%	68.33%
2006 年	19,382.50	22.99%	13,611.62	26.41%	70.23%
2007 年	25,279.60	30.42%	18,010.25	32.32%	71.24%
2008 年	30,580.00	20.97%	22,081.26	22.60%	72.21%
2009 年	36,231.71	18.48%	25,618.74	16.02%	70.71%

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

五、订单饱满，区域开发大步向前

公司上市以后获得了资金支持，资金瓶颈打破后，获得了快速发展。今年重点区域有山东、安徽、海南、北京、成都、重庆、上海等市场。山东市场和安徽市场的布局已经初见成效，已经公告的潍坊中标毛利 38%，中标金额约 5000-8000 万元，12 万平方米。完工后 13 个月后，一次性付款。生态公园设计标中标 560 万，预计明年上半年完工。今年在华东、北京等地营业收入都获得了快速增长。公司在签订订单方面对风险控制较好，由于市政合同金额比较大，考虑到回款问题，公司尽量规避大合同，走招投标程序，尽可能做小单，同时考察好地方政府和开发商的支付能力。

图表 11 分地区营业收入同比增长



资料来源：公司公告、南京证券研究所

公司利用超募资金进行苗木基地建设，现有苗木基地 4337.85 亩，2900 亩建成后不仅增加苗木的自给率，同时苗木基地在各地也起到景观示范作用，为当地业务的拓展打下基础。

图表 12 超募资金苗木基地建设

基地名称	单位：亩
武汉基地	400
河北高碑店基地	500
江苏句容基地	400
浙江长兴基地	400
山东聊城基地	600
海南基地	200
成都基地	400
合计	2900

资料来源：公司公告、南京证券研究所

苗木流转周期 2 年，预计达产后年平均利润 2,986 万元，年平均利润率 25.18%，年投资回报率 29.95%。

图表 13 投资进度

投入进度	单位：万元
2010 年第四季度	8973
2011 年第一季度	5500
2011 年第二季度	5468.1
合计	19941.1

资料来源：公司公告、南京证券研究所

六、高成长享受估值溢价

公司今年开始步入高速成长期，预计全年营业收入同比增长 69%，2011 年营业收入增长 75%，2012 年增长 72%，净利润 2010 年和 2011 年有 100% 的增长，2012 年有 78% 的增长，对于高成长的公司我们给予一定的估值溢价。以 11 月 10 日收盘价 85.29 元计算，对应 2010 年、2011 年和 2012 年的 PE 分别为 91.7 倍、45.36 倍和 25.45 倍，从短期看估值并没有优势，考虑到公司的成长性和业绩增长，中长期给予推荐评级。

图表 14 利润表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	48,579.70	65,949.33	111,454.37	195,045.14	335,477.65
二、营业总成本	42,266.29	57,218.08	90,848.31	153,058.88	260,308.04
其中：营业成本	35,883.82	48,399.41	79,132.60	133,996.01	228,124.80
营业税金及附加	1,909.00	2,600.60	3,956.63	6,699.80	11,406.24

销售费用	924.45	691.90	1,114.54	1,560.36	2,348.34
管理费用	3,470.93	4,999.15	7,244.53	11,702.71	20,128.66
财务费用	105.53	106.12	-800.00	-1,200.00	-2,000.00
资产减值损失	-27.44	420.92	200.00	300.00	300.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	6,313.40	8,731.25	20,606.06	41,986.26	75,169.60
加：营业外收入	611.47	629.59	650.00	650.00	650.00
减：营业外支出	195.76	195.93	200.00	200.00	200.00
四、利润总额	6,729.11	9,164.91	21,056.06	42,436.26	75,619.60
减：所得税费用	1,157.97	1,402.90	3,158.41	6,365.44	11,342.94
五、净利润	5,571.15	7,762.02	17,897.65	36,070.82	64,276.66
归属于母公司所有者的净利润	5,573.07	7,758.45	17,892.65	36,060.82	64,261.66
少数股东损益	-1.93	3.56	5.00	10.00	15.00
六、每股收益(元)	0.668	0.862	0.93	1.88	3.35
股本总额(亿股)	0.90	0.90	1.92	1.92	1.92

资料来源：南京证券研究所

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。